

El Bono Madre de Argentina: el Superbono Terminal 2126 como aplicación AMUL-P en Argentina

Propuesta de anclaje nominal a 100 años, prefunding acotado de intereses en pesos y creación de una curva soberana mediante STRIPS

Xema Gatnau

Working Paper aplicado · versión 1.0 · agosto de 2026

JEL: E43, E44, E52, E58, E62, H63, G12

Nota de alcance. Este documento aplica de forma contrafactual el marco AMUL-P desarrollado por Gatnau (2026) al caso argentino. No describe la política oficial vigente ni constituye una recomendación de ejecución inmediata. La propuesta requeriría habilitación legal específica, diseño prudencial y una evaluación ex ante del riesgo monetario, fiscal y de balance del BCRA.

Resumen

Argentina presenta una combinación singular: inflación todavía elevada pero en proceso de desinflación, superávit primario y financiero, una deuda pública relevante en moneda local y, al mismo tiempo, ausencia práctica de una curva nominal fija en pesos de largo plazo. Este trabajo propone utilizar esa ausencia como objeto de política. Se diseña un “Superbono AMUL Argentina 2126”: un bono soberano nominal en pesos, a cien años, con cupón del 10% y un valor nominal máximo equivalente al 30% del PIB, inicialmente adquirido por el Banco Central de la República Argentina (BCRA). El programa desacopla deliberadamente el tamaño del activo-áncora de la monetización efectiva: los fondos quedarían en una cuenta restringida y solo podrían liberarse, en una primera etapa de seis meses y eventualmente doce, para cancelar intereses de deuda pública en pesos.

El bono sería strippable. La separación de cupones y principal permitiría crear referencias cero-cupón a distintos horizontes, liberar gradualmente free float al mercado secundario y construir una curva nominal en pesos que hoy no existe. El BCRA administraría únicamente el extremo terminal -un cap inicial del 10% sobre el rendimiento a cien años-, mientras que los STRIPS de vencimientos anteriores formarían libremente sus precios. Las ventas de STRIPS tendrían una doble función: descubrimiento de precios y esterilización de la liquidez generada por el prefunding de intereses. El artículo formaliza esta arquitectura, sus condiciones de consistencia fiscal, el protocolo experimental a seis meses, sus criterios de falsación y los principales riesgos jurídicos y macroeconómicos.

La hipótesis central es paradójica: una monetización estrictamente acotada y utilizada para comprar certeza terminal podría, bajo un ancla fiscal creíble, reducir la incertidumbre nominal y las expectativas de inflación aunque expanda inicialmente el balance del banco central. El caso argentino es especialmente útil para probar la hipótesis porque la curva nominal doméstica está truncada y las referencias de tasa fija observables en agosto de 2026 se concentran prácticamente por debajo de un año.

Palabras clave: AMUL-P; Argentina; Yield Curve Control; deuda en pesos; STRIPS; ancla nominal terminal; monetización; esterilización; estructura temporal de tipos; BCRA.

1. Introducción

El problema financiero argentino no es únicamente el nivel de la inflación o el coste corriente de la deuda. Es también la falta de una referencia nominal creíble a horizontes largos. A finales de agosto de 2026, el Tesoro puede colocar instrumentos nominales fijos en pesos a vencimientos de pocos meses, pero los horizontes mayores se desplazan rápidamente hacia instrumentos CER, TAMAR, duales o vinculados al dólar. En la licitación del 27 de agosto, las referencias a tasa fija observables vencían en noviembre de 2026, enero de 2027 y mayo de 2027, con TIREA entre 29,75% y 30,69%. No existe una curva nominal fija y líquida comparable a 10, 30, 50 o 100 años.

El marco de Anclaje Monetario Ultra-Largo Puro (AMUL-P) parte precisamente de esa carencia. En vez de administrar el tipo de interés de muy corto plazo y esperar que la señal se propague hacia el largo, fija una condición terminal y deja que los vencimientos anteriores encuentren precios compatibles con ella. La presente aplicación propone construir materialmente ese horizonte en Argentina mediante un activo de muy larga duración jurídica y una estructura de STRIPS negociables.

La propuesta no es una simple monetización de deuda. Su arquitectura separa cuatro magnitudes que suelen confundirse: (i) el tamaño nominal del activo que crea el horizonte; (ii) el valor efectivamente acreditado al Tesoro; (iii) la cantidad que puede salir de una cuenta restringida hacia el sector privado; y (iv) la monetización neta después de las ventas esterilizadoras de STRIPS. La tesis es que una gran potencia de fuego institucional no requiere una expansión equivalente de la cantidad de dinero en circulación.

2. Argentina en agosto de 2026: ancla fiscal, inflación todavía alta y curva nominal truncada

2.1. El punto de partida fiscal

El contexto fiscal es radicalmente distinto del de una hiperinflación clásica. En julio de 2026 el Sector Público Nacional registró un superávit primario de \$2,960 billones y un superávit financiero de \$0,245 billones, después de intereses netos de operaciones intra-sector público por \$2,715 billones. En los primeros siete meses del año el Gobierno informó un superávit

primario aproximado de 0,9% del PIB y un superávit financiero cercano a 0,1% del PIB. Esto implica que el coste de intereses ha absorbido aproximadamente 0,8 puntos de PIB en términos acumulados, pero sin eliminar el equilibrio financiero agregado.

Para el primer semestre, la diferencia oficial entre un superávit primario de aproximadamente 0,6% del PIB y un superávit financiero de alrededor de 0,1% equivale, por orden de magnitud, a unos 0,5 puntos de PIB de intereses netos. La suma de los pagos mensuales reportados entre enero y junio es \$5,871 billones. Esta cifra no debe confundirse con “intereses exclusivamente de deuda en pesos”: la línea fiscal incluye intereses de deuda pública con distintas denominaciones y excluye flujos intra-sector público. Sin embargo, proporciona un benchmark útil para dimensionar un programa piloto de seis meses. El monto exacto elegible debería calcularse instrumento por instrumento sobre el calendario de intereses pagaderos en moneda nacional.

2.2. Deuda local relevante, pero sin horizonte nominal largo

El Boletín Mensual de Deuda de julio de 2026 sitúa la deuda bruta total en USD 484.722 millones equivalentes y la deuda en situación de pago normal en USD 482.204 millones. El 48% de esta última es pagadero en moneda local y el 52% en moneda extranjera. La existencia de un gran stock local no significa, sin embargo, que exista una curva nominal fija larga: una parte importante de la deuda doméstica está indexada o se concentra en vencimientos relativamente cortos.

Indicador	Situación aproximada a agosto de 2026
Inflación interanual	~33,8% en julio de 2026; 2,1% mensual
Superávit primario acumulado ene-jul	~0,9% del PIB
Superávit financiero acumulado ene-jul	~0,1% del PIB
Deuda en pago normal	USD 482.204 millones equivalentes
Deuda pagadera en moneda local	48% del stock en pago normal
TIREA fija Tesoro, 27-08-2026	29,75%-30,69% hasta mayo de 2027
TAMAR efectiva anual, 10-08-2026	25,96%
Régimen cambiario	Bandas; el FX no es plenamente libre

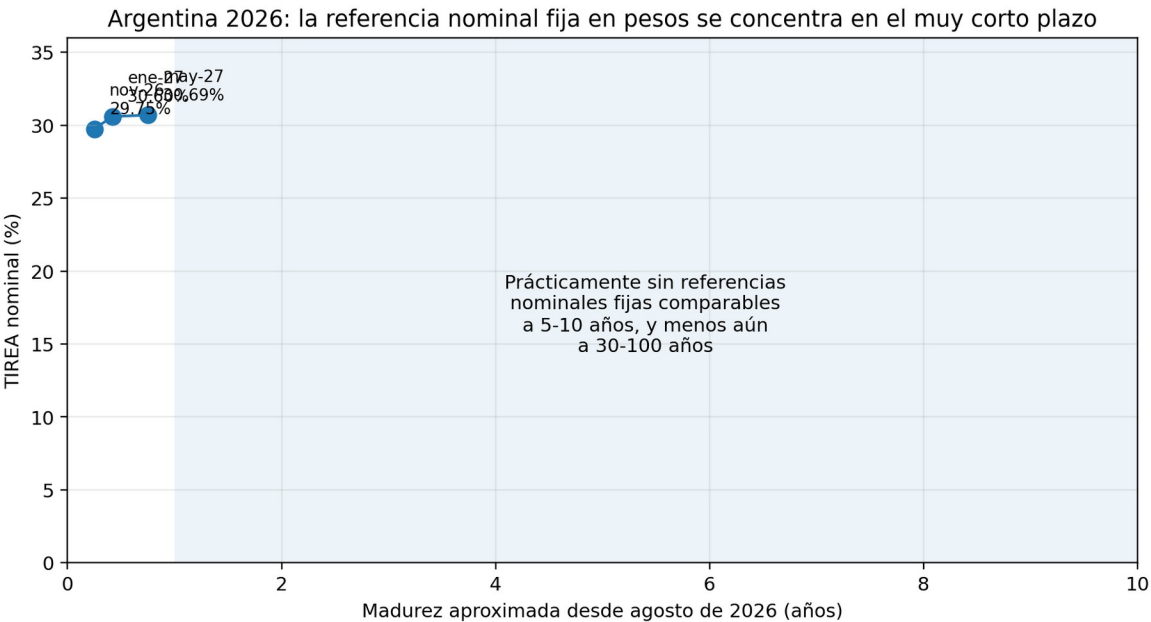


Figura 1. Referencias nominales fijas en pesos observables en la licitación del 27 de agosto de 2026.

Fuente: elaboración propia a partir de Secretaría de Finanzas, resultado de licitación 27-08-2026. Los puntos son instrumentos distintos y no constituyen por sí solos una curva cero-cupón homogénea.

2.3. Una paradoja de oportunidad

Argentina no está en hiperinflación en 2026. De hecho, la inflación anual ha caído fuertemente respecto de los máximos anteriores y el BCRA destaca una recuperación de la demanda real de dinero. Por ello, el país no es el laboratorio ideal para la versión extrema del AMUL-P. Sin embargo, sí ofrece una oportunidad única para una prueba menos dramática: existe

ancla fiscal, existe un mercado doméstico relevante y, justamente, falta la variable que la teoría desea crear -un precio nominal de muy largo plazo en moneda propia-.

3. Propuesta: Superbono AMUL Argentina 2126

3.1. Parámetros básicos

Se propone crear por ley un programa de deuda denominado “Superbono AMUL República Argentina 2126”, con las siguientes características de referencia:

Parámetro	Diseño propuesto
Moneda	Pesos argentinos nominales; sin CER ni dollar-link
Vencimiento	100 años
Cupón del bono madre	10% nominal anual
Tamaño máximo autorizado	VNO equivalente a 30% del PIB
Comprador inicial	BCRA, mediante habilitación legal específica
Cuenta de contrapartida	Depósito restringido del Tesoro en el BCRA
Uso inicial de fondos	Intereses de deuda del Gobierno pagaderos en pesos
Ventana piloto	6 meses; ampliable a 12 por condiciones predefinidas
Cap terminal inicial	Rendimiento a 100 años no superior al 10%
Indexación	Ninguna
Negociabilidad	Strippable; free float gradual en mercado secundario

$$N^* = 0,30 \cdot \text{PIB}$$

$$R0 \leq I_ARS(0,6m)$$

$$y_{100,t} \leq 10\%$$

El 30% del PIB no debe interpretarse como gasto autorizado ni como expansión monetaria instantánea. Es el tamaño máximo del activo que permite crear una infraestructura de vencimientos y una potencia de fuego creíble. El flujo inicial que puede alcanzar al sector privado estaría limitado al importe certificado de intereses de deuda en pesos durante la ventana piloto.

3.2. La cuenta restringida: separar balance del BCRA y dinero en circulación

Una compra directa por el BCRA acreditaría contablemente un pasivo frente al Tesoro. Para impedir que la magnitud del Superbono se transforme en una expansión inmediata del dinero privado, la contrapartida debe residir en una cuenta legalmente restringida. El Tesoro no podría disponer libremente del saldo. Cada liberación exigiría la identificación del servicio de interés elegible y se efectuaría directamente contra su pago.

$$\text{Liberación}_t = \min\{\text{Intereses_ARS}_t; \text{saldo autorizado}_t\}$$

Mientras el saldo permanece bloqueado en el BCRA no constituye circulante del sector privado, aunque sí modifica el tamaño y la composición del balance del banco central. Por eso la credibilidad de la restricción jurídica es tan importante como la cuantía del bono. Una futura mayoría política capaz de desbloquear discrecionalmente 30% del PIB convertiría la reserva de potencia en un overhang monetario y destruiría buena parte de la lógica del programa.

3.3. ¿Por qué 100 años y 10%?

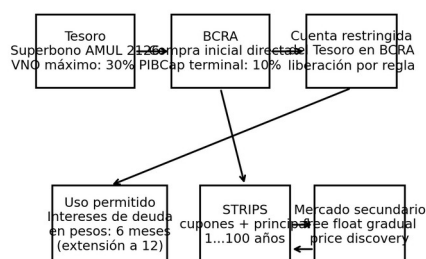
El horizonte de cien años tiene una función institucional más que predictiva. No se afirma que el mercado posea información precisa sobre la inflación de 2126. Se crea un punto terminal cuya existencia sea independiente de la incertidumbre política de los próximos ciclos electorales. El cap del 10% es deliberadamente más alto que el 5% propuesto para un régimen monetario normal: actúa como régimen de emergencia o transición, susceptible de descender cuando la inflación y los tipos libres converjan.

$$(1,10)^{100} \approx 13.780,6$$

La capitalización anterior es una referencia matemática de horizonte, no el coste efectivo de un bono con cupón anual. Un bono al 10% y rendimiento del 10% cotiza aproximadamente a la par y posee una duración muy inferior a cien años, porque gran parte de su valor se recupera mediante cupones. La ventaja del bono madre no es que su modified duration sea

100, sino que puede descomponerse en flujos cero-cupón con vencimientos que llegan a 2126. El principal strip a cien años es el activo con duración terminal más pura, aunque su valor presente al 10% es muy pequeño: $1/(1,10)^{100} \approx 0,0000726$ por unidad de nominal. Esto obliga a cuidar la liquidez de ese STRIP y a no confundir gran valor facial con gran capitalización de mercado.

Arquitectura operativa del Superbono AMUL Argentina 2126



Una sola arquitectura cumple tres funciones: ancla nominal terminal, prefunding acotado de intereses y creación gradual de una curva nominal en pesos.

Figura 2. Arquitectura operativa del Superbono AMUL Argentina 2126.

Fuente: elaboración propia.

4. STRIPS: convertir un bono administrado en una curva de mercado

4.1. El problema del 100% en manos del BCRA

Si el BCRA compra el 100% del Superbono y lo mantiene inmovilizado, se obtiene un precio administrativo pero no descubrimiento de precios. No existe mercado capaz de revelar si el sector privado considera coherente el ancla. El elemento decisivo es, por tanto, la creación progresiva de free float.

El bono madre debe permitir separar cada cupón y el principal. Cada flujo se convierte en un título cero-cupón autónomo:

$$B_{100} = Z_1 + Z_2 + \dots + Z_{99} + Z_{100}^C + Z_{100}^P$$

No es necesario liberar los cien vencimientos desde el primer día. Bastaría con crear nodos líquidos y estandarizados -por ejemplo 1, 2, 5, 10, 20, 30, 50 y 100 años- y completar posteriormente la curva mediante arbitraje e interpolación. El BCRA actuaría inicialmente como warehouse de duration y liberaría lotes pequeños y preanunciados.

4.2. Regla de free float gradual

El free float no debería depender exclusivamente de decisiones discrecionales. Una regla simple puede definir un corredor de liberación acumulada, condicionado a liquidez mínima y funcionamiento ordenado del mercado:

$$FF_t = \min\{FF_{\max} ; FF_{t-1} + \Delta FF_t\}$$

Una senda meramente ilustrativa podría situar el free float en 0,5% del programa al primer mes, 1% al tercer mes, 2% al sexto mes y 5% al finalizar el primer año. Con un bono madre equivalente al 30% del PIB, incluso participaciones pequeñas producirían un volumen negociable material. Lo importante no es privatizar la totalidad del activo, sino crear precios suficientemente profundos para que el mercado pueda contradecir o confirmar la narrativa oficial.

4.3. Solo el extremo terminal está administrado

El corazón del AMUL-P exige una disciplina extrema: los STRIPS subterminales no reciben caps. El BCRA se compromete únicamente a que el rendimiento terminal no supere el límite anunciado. Si el mercado compra el activo terminal y exige menos, el rendimiento puede caer libremente por debajo del 10%. Si intenta elevarlo por encima, el BCRA compra con capacidad nominalmente ilimitada.

$$y_{100,t} \leq 10\% ; \quad y_{\tau,t} \text{ libre para } 0 < \tau < 100$$

Esta asimetría conserva información de mercado. Un rendimiento a 100 años de 7,5% sería una señal positiva que no necesita intervención. Una curva con 10 años al 40%, 30 años al 25% y 100 años artificialmente clavado al 10%, en cambio, revelaría que el terminal no coordina las expectativas anteriores.

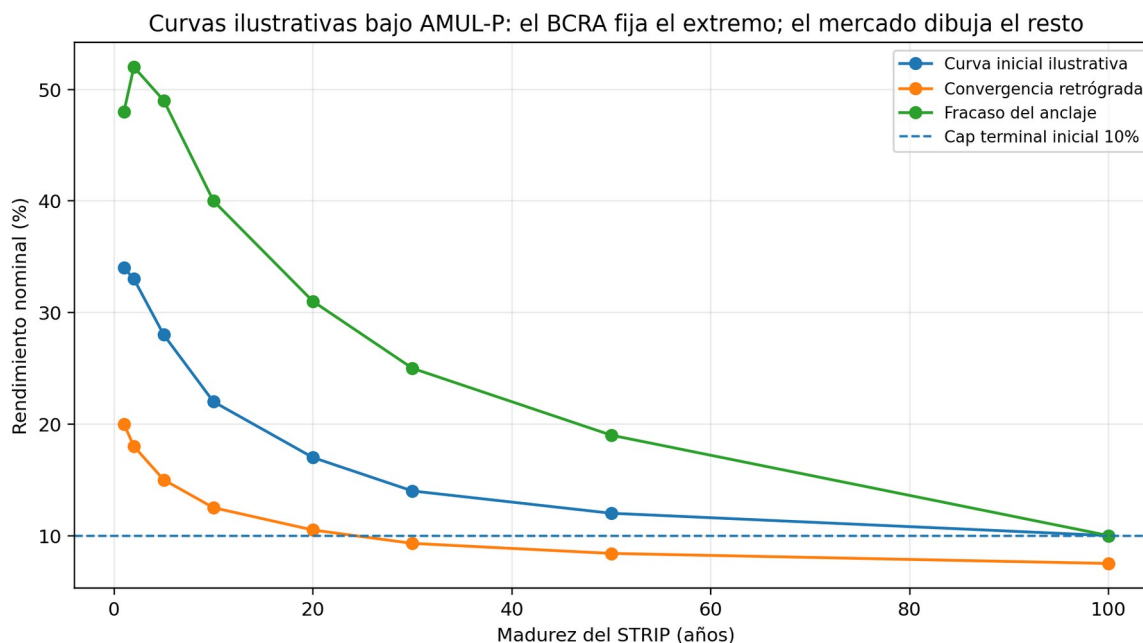


Figura 3. Curvas hipotéticas construidas con STRIPS.

Fuente: elaboración propia. Valores puramente ilustrativos; no son pronósticos de rendimientos argentinos.

5. Prefunding de intereses: seis meses primero, doce después

5.1. Por qué limitar el uso a intereses

La propuesta gana credibilidad si el dinero creado no financia gasto primario. Argentina ya exhibe superávit primario; el experimento busca aislar el coste financiero derivado de tipos todavía elevados y del historial de riesgo nominal. Por ello, la ley habilitante debería prohibir expresamente el uso del saldo AMUL para salarios, prestaciones, transferencias, obra pública o reducción de impuestos. Solo serían elegibles intereses contractuales de deuda del Gobierno Nacional pagaderos en pesos.

La razón económica es doble. Primero, se evita que el programa se convierta en una vía de elusión presupuestaria. Segundo, se intenta romper un posible bucle de transición: tipos nominales elevados aumentan el servicio financiero; un mayor servicio obliga a refinanciar a tipos elevados; el vencimiento corto impide construir una referencia larga. AMUL sustituye temporalmente parte de ese coste de rollover por un pasivo terminal y, a la vez, crea la curva que podría abaratar el refinanciamiento futuro.

5.2. Orden de magnitud del piloto

Los datos de caja del primer semestre de 2026 muestran pagos de intereses netos de operaciones intra-sector público por \$5,871 billones y una diferencia de aproximadamente 0,5% del PIB entre el superávit primario y el financiero acumulados. Esa cifra es una referencia superior de orden de magnitud para una ventana de seis meses, no el importe exacto de intereses en pesos. Una auditoría previa debería separar: moneda de pago, instrumento, acreedor, si el tenedor pertenece al propio sector público y fecha efectiva de pago.

$$\text{Envelope}_{6m} = \Sigma \text{Interés elegible en ARS, neto de tenencias intra-sector público}$$

La extensión a doce meses no debería ser automática. Requeriría comprobar que el programa no ha deteriorado inflación, FX, demanda de dinero o solvencia del BCRA y que la curva libre muestra, al menos parcialmente, convergencia hacia el terminal.

6. Mecánica monetaria: monetización bruta, esterilización y paradoja de estabilización

6.1. Del pago de intereses a la base monetaria

Cuando el Tesoro libera saldo de la cuenta restringida para pagar a un acreedor privado, los pasivos del BCRA frente al Tesoro se convierten en depósitos o efectivo del sector privado. Ese paso sí constituye monetización efectiva. Por tanto, el impacto monetario relevante no es el VNO del Superbono, sino el flujo acumulado de liberaciones neto de operaciones de absorción.

$$M_{\text{net},t} = R_t - S_t - \Omega_t$$

donde R_t es la liberación acumulada para intereses, S_t son los pesos absorbidos mediante venta de STRIPS y Ω_t otras operaciones de esterilización compatibles con el régimen.

6.2. Los STRIPS como instrumento de esterilización

El BCRA puede vender al sector privado una parte de los STRIPS que mantiene. El comprador entrega pesos; el banco central reduce reservas o depósitos del sistema y, simultáneamente, crea una referencia de mercado en ese vencimiento. La misma arquitectura que monetiza el servicio financiero proporciona el activo con el que retirar posteriormente parte de esa monetización. Esta circularidad funcional es uno de los rasgos más atractivos del diseño.

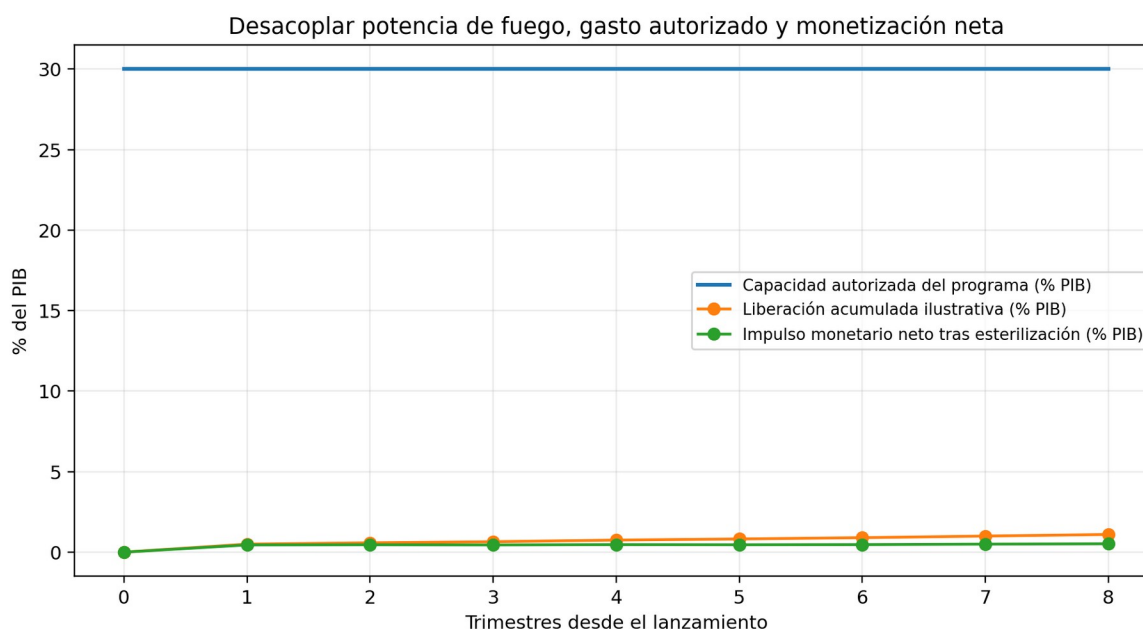


Figura 4. Diferencia entre capacidad autorizada, liberación de fondos e impulso monetario neto.

Fuente: elaboración propia. Senda ilustrativa; no representa una proyección fiscal.

6.3. Paradoja de monetización estabilizadora terminal

El programa contiene una paradoja deliberada. Una compra de deuda por el banco central crea una capacidad monetaria; en un marco convencional se asociaría mecánicamente con mayores expectativas de inflación. Sin embargo, la misma operación puede crear una certeza nominal de largo plazo donde no existía ninguna. Si el ancla fiscal es creíble y el saldo monetario efectivamente liberado es pequeño o esterilizado, el canal de reducción de incertidumbre puede dominar al canal cuantitativo.

$$\text{Efecto total sobre } E[\pi] = \text{canal cantidad (+)} + \text{canal credibilidad (-)}$$

La hipótesis no afirma que “imprimir dinero baje la inflación”. Afirma algo más estrecho y falsable: monetizar exclusivamente lo necesario para imponer una condición terminal puede ser menos inflacionario -e incluso desinflacionario

sobre expectativas- que preservar una incertidumbre nominal total, siempre que el mercado crea que el Tesoro no utilizará el programa para financiar gasto primario y que el BCRA puede esterilizar la liquidez excedente.

7. Contabilidad fiscal y consolidación: el coste oculto del cupón del 10%

7.1. Un bono del 30% del PIB paga cupones por 3% del PIB al año

Si el VNO del bono madre equivale al 30% del PIB y el cupón es del 10%, el flujo contractual anual de cupones equivale inicialmente al 3% del PIB. Mientras el BCRA sea propietario, esos pagos son en gran medida transferencias dentro del sector público consolidado. No deben confundirse con un coste neto de 3% del PIB frente al sector privado.

$$\text{Cupón anual} = 0,10 \cdot 0,30 \text{ PIB} = 0,03 \text{ PIB}$$

Pero cada STRIP vendido transforma una porción de ese flujo interno en una obligación genuina frente a un tercero. Por ello, la política de free float debe gestionar no solo liquidez de mercado sino también la externalización gradual de pagos fiscales futuros. Vender el 5% del bono madre de forma homogénea equivaldría, por ejemplo, a trasladar al mercado aproximadamente el 5% de cada flujo contractual, no el 5% del PIB.

7.2. El gran riesgo es la dominancia fiscal futura

La consistencia del esquema depende de que el superávit primario no sea sustituido por la expectativa de que el BCRA financiará permanentemente el presupuesto. Si el mercado interpreta el Superbono como una licencia para crear dinero ante cualquier tensión, el ancla de cien años pierde valor informativo. La ley debería definir una cláusula de no repetición automática, una lista cerrada de usos y una expiración del mecanismo de liberación salvo renovación parlamentaria bajo métricas objetivas.

8. Encaje jurídico e institucional

8.1. La propuesta no cabe sin más en la Carta Orgánica vigente

La Carta Orgánica del BCRA prohíbe en su artículo 19 conceder préstamos al Gobierno Nacional salvo lo previsto en el artículo 20, que regula Adelantos Transitorios con límites cuantitativos y de plazo. Una compra directa de un bono por hasta 30% del PIB destinada a financiar servicios de deuda excedería claramente esa arquitectura ordinaria. Además, en julio de 2026 el propio BCRA informó que un proyecto de reforma enviado al Congreso busca prohibir el financiamiento del Tesoro mediante Adelantos Transitorios. Por tanto, el Superbono AMUL debe presentarse como una propuesta de reforma legal deliberada, no como una operación que pueda ejecutarse hoy mediante una interpretación extensiva de las facultades existentes.

La habilitación debería ser de rango legal y definir de forma exhaustiva: monto máximo, cuenta restringida, usos permitidos, reglas de free float, facultades de esterilización, tratamiento contable, información pública, auditoría, sunset clause y prohibición de financiar déficit primario. Cuanto más excepcional sea la facultad monetaria, más rígida debe ser su gobernanza.

8.2. Conflicto con la orientación institucional actual

La política oficial de 2026 subraya precisamente la eliminación de la financiación monetaria del Tesoro como pieza de credibilidad. AMUL-P propone una excepción conceptual: reintroducir una forma de monetización, pero circunscrita a la compra de un activo terminal y al prefunding de intereses en pesos. El contraste es útil porque obliga al modelo a demostrar que la certeza generada compensa el coste reputacional de quebrar la regla de no financiación. Si no puede demostrarlo, la política vigente domina al experimento.

9. Protocolo de prueba a seis meses

9.1. Fase 0: preparación

Antes de emitir, el Tesoro y el BCRA deberían publicar un calendario de intereses elegibles, un modelo de balance consolidado y una metodología de cálculo de la curva STRIP. El éxito del experimento depende de que las reglas sean conocidas antes de observar los resultados.

Los nodos iniciales de free float podrían ser 1, 2, 5, 10, 20, 30, 50 y 100 años. El BCRA anunciaría cantidades mínimas de reapertura y recompra únicamente para el terminal. Los demás precios no recibirían objetivo ni banda.

9.2. Fase 1: primeros seis meses

Durante la primera ventana, la cuenta restringida liberaría exclusivamente intereses elegibles. Al mismo tiempo, el BCRA vendería STRIPS en cantidades pequeñas pero suficientes para crear cotizaciones. La prueba no sería “¿bajó el bono a 100 años?”, porque ese resultado está administrado. Las variables relevantes son las que permanecen libres.

Variable	Señal favorable	Señal de fracaso
Spreads y_t - y_{100}	Descenso progresivo	Aumento o persistencia explosiva
FX / volatilidad	Estabilización sin control adicional	Aceleración de depreciación y volatilidad
REM inflación 12/24 meses	Revisión descendente	Revisión ascendente
Demanda real de dinero	Estable o creciente	Caída persistente
Rollover Tesoro	Mayor duración y menor prima	Más dependencia del muy corto plazo
Monetización neta	Acotada por esterilización	Crecimiento muy superior a lo planificado
Resultado primario	Se mantiene ≥ 0	Deterioro financiado indirectamente por el esquema

9.3. Regla para pasar de seis a doce meses

La extensión debería exigir una mayoría de indicadores favorables y ningún incumplimiento fiscal. Una posible regla sería: (i) superávit primario acumulado no negativo; (ii) expectativas de inflación a 12 meses no superiores al nivel previo al programa; (iii) ausencia de aceleración persistente del FX; (iv) free float suficiente para disponer de cotizaciones en al menos cinco nodos; y (v) monetización neta inferior a un techo predefinido como porcentaje del PIB.

10. Tres escenarios de resultado

10.1. Éxito fuerte: convergencia retrógrada

El caso más favorable sería que, tras fijar el extremo a cien años, los yields libres más largos comenzaran a descender primero y el movimiento se propagara gradualmente hacia vencimientos menores. El mercado estaría construyendo espontáneamente un puente entre el presente y la condición terminal. En ese caso, el programa no solo habría creado una curva: habría proporcionado evidencia de la hipótesis central del AMUL-P.

10.2. Éxito débil: creación de curva sin efecto macroeconómico

También puede ocurrir que los STRIPS sean líquidos y permitan construir precios a 5, 10, 30 y 50 años, pero que esos precios no converjan de forma significativa al terminal. Aun así existiría un beneficio institucional: Argentina habría creado una curva nominal larga y una infraestructura de duration de la que hoy carece. El resultado sería útil, aunque no validaría el canal monetario fuerte.

10.3. Fracaso: terminal administrativo y resto de la curva explosivo

El fracaso claro se produciría si el BCRA absorbiera continuamente el terminal al 10% mientras los rendimientos subterminales, el FX y las expectativas de inflación se deterioran. Ese patrón indicaría que la monetización y/o la falta de credibilidad fiscal dominan al anclaje. En tal caso el programa debe cerrarse antes de ampliar la ventana a doce meses.

11. Riesgos principales

Riesgo de overhang monetario. Un depósito restringido equivalente a una fracción grande del PIB puede ser neutral mientras esté bloqueado, pero su mera existencia genera una opción política de futura liberación. La ley debe hacer costoso o imposible desbloquearlo fuera del propósito original.

Riesgo de ilusión de mercado. Si el free float es demasiado pequeño, las cotizaciones de STRIPS pueden ser técnicamente observables pero económicamente poco informativas. Debe existir una profundidad mínima, varios creadores de mercado y transparencia de operaciones.

Riesgo de dominancia fiscal. El Tesoro podría dejar de internalizar el coste de los intereses si anticipa que el BCRA los pagará. La extensión del programa debe depender de disciplina primaria y no de necesidades de caja.

Riesgo de balance del BCRA. Una revalorización o pérdida del activo, la esterilización remunerada y la eventual venta de STRIPS pueden alterar de forma importante el patrimonio y el flujo de resultados del banco central. La evaluación debe realizarse a nivel consolidado Tesoro-BCRA y también a nivel institucional separado.

Riesgo jurídico. La propuesta requiere una excepción precisamente en un momento en el que la reforma institucional argentina apunta a reducir el financiamiento monetario. Sin una legitimidad legal extraordinaria, el experimento puede deteriorar más credibilidad de la que genera.

Riesgo de indexación implícita. Aunque el bono sea nominal, los inversores pueden utilizar CER, dólar y activos externos como referencia para valorar los STRIPS. Eso no es un defecto: precisamente se desea observar esa comparación. Pero significa que el cap terminal no elimina la disciplina externa sobre el peso.

Riesgo de falsa causalidad. Una caída de inflación durante el programa puede deberse al ciclo, a la política fiscal, al FX, a términos de intercambio o a la desinflación ya en marcha. El diseño empírico debe usar ventanas de evento, curvas libres y contrafactuales para aislar el efecto del ancla terminal.

12. ¿Qué aporta frente a las alternativas existentes?

Frente a una estrategia de mantener tipos cortos altos, AMUL-P desplaza el compromiso institucional al final de la curva y permite que el corto absorba volatilidad. Frente a CER, intenta crear una referencia verdaderamente nominal, no una promesa de indexación. Frente a dollar-linked o deuda en dólares, intenta reconstruir el horizonte intertemporal del peso en vez de sustituirlo por otra unidad de cuenta. Frente a QE convencional, las compras no se definen por una cantidad de balance sino por la defensa de una condición terminal y por un uso fiscal cerrado.

La propuesta tampoco es equivalente a una consolidación de deuda ordinaria. El objetivo no es únicamente alargar vencimientos del Tesoro: es fabricar un activo madre que pueda convertirse en una familia de precios cero-cupón y utilizar esa familia simultáneamente para descubrir precios y esterilizar.

13. ¿Vale la pena probarlo hoy en Argentina?

La respuesta depende del criterio. Como necesidad de emergencia, probablemente no: Argentina de agosto de 2026 está desinflando, mantiene superávit fiscal y el BCRA busca reforzar una regla de no financiación monetaria. Romper esa regla para realizar un experimento tendría un coste reputacional alto. Como laboratorio de diseño de mercado, en cambio, Argentina es extraordinariamente interesante porque carece justamente de una curva nominal larga y mantiene un stock doméstico relevante.

Por ello, la forma más prudente de ensayo no sería desplegar automáticamente el 30% del PIB. Sería aprobar la infraestructura legal y el bono madre, bloquear prácticamente toda la capacidad, liberar una primera ventana equivalente al calendario auditado de intereses en pesos y generar free float de STRIPS en cantidades reducidas. El experimento se justificaría no por la urgencia de financiar al Estado, sino por la posibilidad de crear un horizonte nominal y estudiar si el mercado lo utiliza para reorganizar expectativas.

Paradójicamente, el mejor test científico del AMUL-P aparecería en una situación futura de inflación o deflación mucho más extrema, porque las predicciones del modelo se separarían más de las de la política convencional. Pero un país no debería buscar una crisis para probar una teoría. El caso argentino actual puede servir como pre-piloto institucional con límites estrictos y criterios de salida.

14. Conclusiones

El Superbono AMUL Argentina 2126 transforma una debilidad estructural -la ausencia de una curva nominal larga en pesos- en el centro de una propuesta de política. Un bono madre a cien años, adquirido inicialmente por el BCRA, permitiría crear una condición terminal, financiar de forma limitada y auditable una ventana de intereses en pesos y, mediante STRIPS, construir gradualmente una curva soberana de mercado.

La clave del diseño no está en el tamaño espectacular del 30% del PIB, sino en desacoplar ese tamaño de la monetización efectiva. La mayor parte de la capacidad debe permanecer bloqueada. El dinero solo entra en circulación contra intereses elegibles y puede ser reabsorbido mediante venta de los propios STRIPS. El BCRA fija exclusivamente el extremo a cien años; el mercado conserva libertad en todos los vencimientos anteriores.

El experimento sería falsable. Si los yields libres y el FX convergen hacia una trayectoria compatible con el terminal mientras la inflación esperada baja, existiría evidencia a favor de una coordinación retrógrada. Si el terminal queda aislado al 10% mientras el resto de la curva y la moneda se deterioran, el precio será puramente administrativo y el modelo habrá fallado.

La paradoja de fondo es que una monetización limitada puede comprar certeza. Bajo disciplina fiscal, esa certeza puede valer más para las expectativas que la expansión monetaria marginal que la crea. Argentina, precisamente porque ha recuperado un ancla fiscal pero todavía carece de un horizonte nominal largo en pesos, ofrece un caso especialmente exigente para examinar esa hipótesis.

Apéndice A. Cálculos básicos del diseño

Magnitud	Resultado
VNO máximo del Superbono	30% del PIB
Cupón anual al 10%	3% del PIB, mientras el VNO permanezca constante
Factor de capitalización 10% a 100 años	13.780,6
PV de 1 unidad a 100 años al 10%	0,0000726
PV del principal de 30% PIB a 100 años al 10%	~0,00218% del PIB
Intereses SPN ene-jun 2026, benchmark	~\$5,871 billones; no equivale exactamente a intereses solo en pesos
Diferencia primaria-financiera H1 2026	~0,5% del PIB, orden de magnitud de intereses netos

La muy baja capitalización de mercado de un principal cero-cupón a cien años cuando el yield es 10% es una restricción práctica relevante. Para que el nodo terminal tenga liquidez, puede ser necesario liberar una fracción material del principal strip, utilizar creadores de mercado y/o complementar el precio del zero terminal con el rendimiento del bono madre reconstituido. Esta observación no invalida el horizonte de cien años, pero obliga a diferenciar duración jurídica, duración financiera y profundidad efectiva de mercado.

Apéndice B. Fuentes y metodología de los datos 2026

Los datos fiscales utilizados corresponden a comunicados mensuales del Ministerio de Economía de Argentina, base caja. La cifra de intereses es neta de pagos intra-sector público y no ofrece por sí sola una desagregación completa por moneda; por ello se usa como benchmark y no como presupuesto definitivo del programa. La composición de deuda procede del Boletín Mensual de Deuda de julio de 2026 de la Secretaría de Finanzas. Las TIREA de corto plazo corresponden a la licitación del 27 de agosto de 2026. Las tasas bancarias y el régimen cambiario proceden de Principales Variables del BCRA. La inflación de julio corresponde al IPC del INDEC divulgado en agosto de 2026.

Referencias

- Banco Central de la República Argentina (2026). Carta Orgánica, Ley 24.144 y modificaciones vigentes. Artículos 19 y 20.
- Banco Central de la República Argentina (2026). Informe Monetario Mensual, julio de 2026. Publicado el 7 de agosto de 2026.
- Banco Central de la República Argentina (2026). Principales Variables. Series de tasas, base monetaria, inflación y régimen de bandas cambiarias.
- Banco Central de la República Argentina (2026). Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), julio de 2026.

- Cagan, P. (1956). "The Monetary Dynamics of Hyperinflation". En M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*. University of Chicago Press.
- Gatnau, X. (2026). Anclaje monetario ultra-largo: régimen AMUL-P, convergencia retrógrada y ancla terminal bidimensional. Working Paper, versión 0.9.
- Ministerio de Economía de Argentina (2026). Resultado fiscal del Sector Público Nacional: enero-julio de 2026, comunicados mensuales.
- Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía de Argentina (2026). Boletín Mensual de Deuda, julio de 2026.
- Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía de Argentina (2026). Resultado de la licitación por efectivo de instrumentos del Tesoro Nacional, 27 de agosto de 2026.
- Sargent, T. J. (1982). "The Ends of Four Big Inflations". En R. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*. University of Chicago Press.
- Vayanos, D. & Vila, J.-L. (2021). "A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates". *Econometrica*, 89(1), 77-112.
- Woodford, M. (1995). "Price-Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, 1-46.

Fuentes web oficiales consultadas

- <https://www.argentina.gob.ar/noticias/en-julio-el-sector-publico-nacional-volvio-registrar-superavit-financiero-244897-millones-y>
- <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/datos-mensuales-de-la-deuda/informes-mensuales>
- <https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultado-de-la-licitacion-por-efectivo-de-instrumentos-del-tesoro-nacional-denominados-11>
- <https://www.bcra.gob.ar/carta-organica/>
- <https://www.bcra.gob.ar/publicaciones/informe-monetario-mensual-julio-de-2026/>
- <https://www.bcra.gob.ar/principales-variables/>
- <https://www.bcra.gob.ar/publicaciones/relevamiento-de-expectativas-de-mercado-rem-julio-de-2026/>